



核心观点：

- 经过二季度的锌价（锌矿价格下跌），远期锌矿供应增量已作出一定修正，未来三年锌矿供应项目增量明显下调；**但是，却还未能扭转锌精矿-锌消费供应过剩的局面**
- 在表现平平的需求前提下，锌价还需进一步下跌才能令过剩锌矿项目出清；鉴于锌矿项目的成本看，**我们预计中期锌价需跌至 2200 美元/吨附近**
- 在锌价下跌过程中，供应端（锌矿与冶炼）重新分配利润，从而抑制冶炼产出的增量；最终修正目前锌锭略有过剩的状态
- 短期和中期时间内，有限的锌锭库存都有可能成为扰动市场（更多体现为现货与升水），因而警惕未来每个合约进入当月后的基差剧烈波动。建议投机空头避免进入当月，保值空头避免超卖
- 由于四季度，国内仍会出现深度短缺，需要依赖进口才能平衡，因而可以考虑在进口出现深度亏损时建立跨市反套策略。

风险提示：

- 由于我们对今年和明年锌消费增速按照 0.5% 的相对低增速来匡算平衡表，即下半年锌市场小幅过剩，明年和后年显著过剩；
- 假设消费增速上升至 1%，今年下半年将不再过剩，但并不改变明后年显著过剩的趋势
- 从拆分各个终端看，基建投资在今年对消费增速贡献相对良好，由于近期职能部门对基建投资批复快投入大，因而不排除受此提振，锌消费增速上调，即下半年锌不出现过剩
- 鉴于消费任何边际好转都将令锌过剩的进程延缓，且现有库存较低，因而锌下跌过程将颇为不畅，也将改变市场博弈的节奏

金瑞期货研究所

曾童（F3007268）

电话：0755-83253946

邮箱 zengtong@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

正文目录

一、上半年锌价回顾及逻辑思考.....	4
1.1 上半年锌价回顾.....	4
1.2 对价格逻辑的梳理.....	5
二、现阶段锌价对供应各端的影响.....	5
2.1 锌价接连下跌，谁的利润被挤出？.....	5
2.2 远期精矿项目投放重估.....	6
2.3 冶炼已经不存在瓶颈问题.....	9
2.3.1 国内冶炼产出超预期.....	9
2.3.2 境外冶炼增量严重弱于预期.....	9
三、始终无波澜的消费.....	10
3.1 初级消费.....	10
四、持续扰动的有限库存问题.....	12
4.1 对市场多空双方博弈的思考.....	12
4.2 终端消费梳理.....	12
4.2 策略建议.....	14

图表目录

表格 1 远期锌矿增量调整 (万吨)	6
表格 2 远期锌精矿对锌消费的资源过剩情况	8
表格 3 2019 年分季度锌锭市场平衡	11
表格 4 远期锌市场平衡情况	14
图表 1 上半年锌价先扬后抑	4
图表 2 二季度 LME 基差松动回落	4
图表 3 SHFE 基差在 Q2 短暂走高	4
图表 4 进口窗口始终未能打开	4
图表 5 锌精矿-锌冶炼已出现过剩	5
图表 6 锌矿价格下跌更甚于锌价	5
图表 7 冶炼利润保持丰厚	6
图表 8 冶炼开工积极性不改	6
图表 9 国内矿增产不及预期	6
图表 10 境外矿达产迅速	6
图表 11 2019 年境内矿增量项目	7
图表 12 2020 年境内矿增量项目	7
图表 13 远期境外矿可能的增量 (千吨)	7
图表 14 2019 境外增量主要构成	7
图表 15 2020 境外增量主要构成	7
图表 16 2021 境外增量主要构成	7
图表 17 全球锌精矿成本曲线	8
图表 18 冶炼利润保持丰厚	9
图表 19 2019 年国内冶炼达产节奏	9
图表 20 上半年境外锌锭增量稀少	10
图表 21 未来几年境外冶炼增量	10
图表 22 境内消费累积增速	10
图表 23 近年来境外锌消费同样平淡无奇	10
图表 24 国内初级消费过早结束旺季	11
图表 25 各初级加工企业中锌锭库存	11
图表 26 镀锌利润试算与开工率	11
图表 27 镀锌企业成品库存高于去年同期	11
图表 28 未来半年全球锌显性库存变化	12
图表 29 远期全球锌库存变化展望	12
图表 30 未来半年全球锌显性库存变化	13
图表 31 各终端增速拟合锌消费增速	13
图表 32 未来半年全球锌显性库存变化	13
图表 33 基建类消费横向相对良好	13

一、上半年锌价回顾及逻辑思考

1.1 上半年锌价回顾

上半年锌价走出先扬后抑的行情，4月末触及上半年高点2932.5美元/吨，随后在宏观局势紧张的氛围下，锌价开启了连续下跌。绝对价格单边下跌，相对价格波动也较为剧烈：二季度初，LME和SHFE基差均表现较为坚挺，并一再推高；但进入5月两边基差开始松懈，并小幅回落。值得一提的是，沪锌1906合约交割前最后两周的多空胶着行情，人为因素令Back不断走高以及在交割日突然减仓，近远月基差快速跳水。

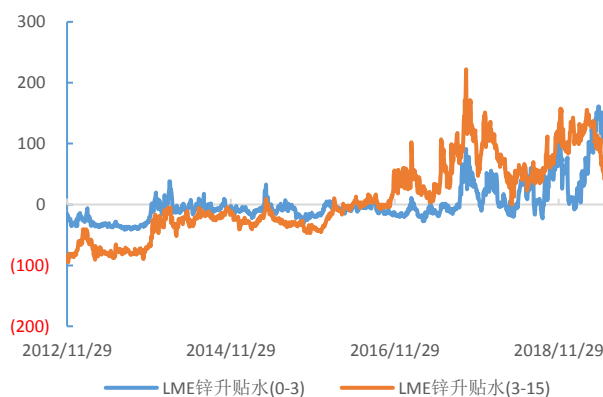
反思市场为何在旺季结尾人为创造一轮“挤仓”：国内货源整体有限以及投机空头离场过于缓慢所致。目前全球显性库存整体量级有限：国内15万+保税10万左右+LME10万，虽然三季度国内将出现阶段性过剩，但是由于每个月结余过剩量级并不多，因而年内库存整体有限的现状将继续对市场进行扰动；鉴于此，不排除在各方面条件配合的情况下，再度上演类似于1906合约的情景。

图表 1 上半年锌价先扬后抑



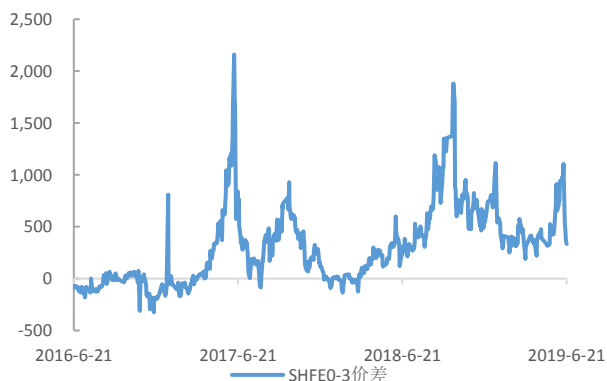
资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 2 二季度 LME 基差松动回落



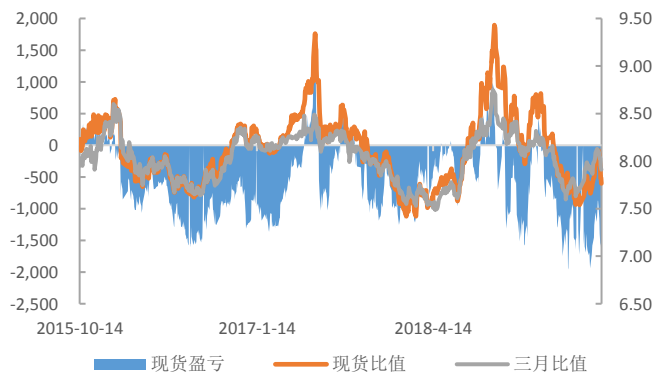
资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 3 SHFE 基差在 Q2 短暂走高



资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 4 进口窗口始终未能打开



资料来源：Wind, 金瑞期货

1.2 对价格逻辑的梳理

此前锌价高企所带来的锌矿-锌消费连续过剩，长远的趋势下，需要通过锌价下跌来调节锌矿产出，从而挤出锌矿过剩，令市场重回平衡。这是我们一直强调的逻辑，也是锌价波动一直在兑现的逻辑。

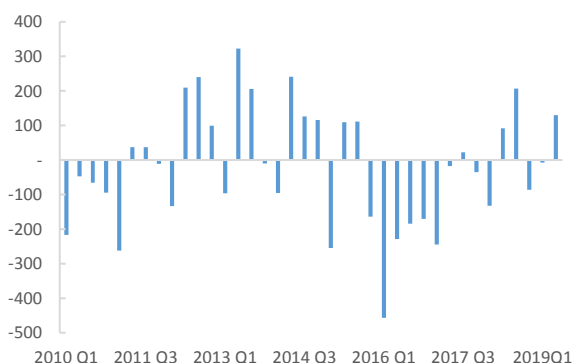
判断锌价下跌是否已经到底，就需要判断目前的锌价是否对远期供应产生了有效的调节：即 1、远期供应增量重估；2、远期增量项目成本；3、对消费增速的评估

二、现阶段锌价对供应各端的影响

2.1 锌价接连下跌，谁的利润被挤出？

站在目前锌价，看供应端的利润情况：锌价下跌的过程中，是锌矿的利润被挤压，而冶炼的利润几乎没有被压缩。二季度起，锌价开启大幅下挫，但是加工费并未跟随下调，只在最近出现部分矿商下调报价和出货积极性下调。加工费的坚挺，保证了锌冶炼企业的丰厚利润；相反，不断下跌的锌价吞噬了锌矿的利润。

图表 5 锌精矿-锌冶炼已出现过剩



资料来源：Wind，金瑞期货

图表 6 锌矿价格下跌更甚于锌价



资料来源：金瑞期货

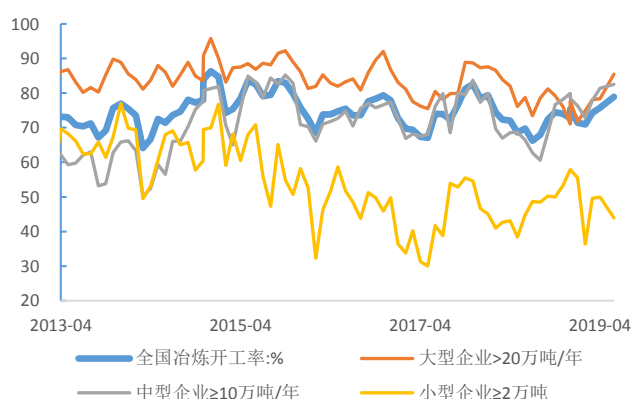
通过对锌精矿-锌冶炼环节的供需平衡比较，发现锌矿整体仍旧对锌冶炼出现过剩，从而导致了加工费并未随着锌价走低而出现下调。加工费的高企为冶炼企业保留丰厚利润提供了先决条件。5 月后，随着锌价的进一步下滑，虽然冶炼利润较高峰期有所压缩，但由于加工费并未出现大幅下调，因而冶炼端仍旧保有较为丰厚的利润。这也导致了二季度以来，国内锌冶炼企业纷纷超预期达产，供应先于此前预估而释放出来。

图表 7 冶炼利润保持丰厚



资料来源: SMM, 金瑞期货

图表 8 冶炼开工积极性不改

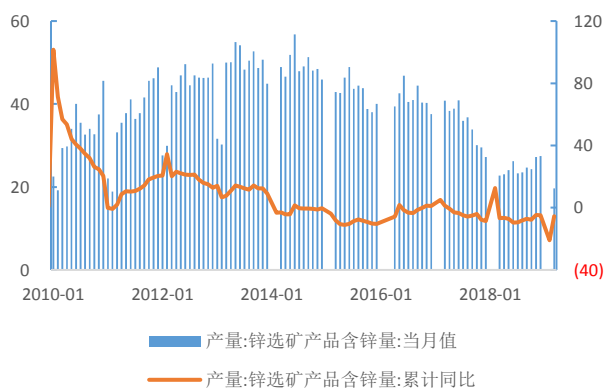


资料来源: SMM, 金瑞期货

2.2 远期精矿项目投放重估

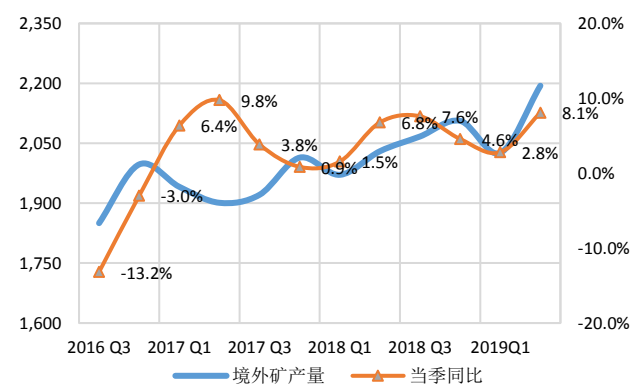
2019 年上半年, 锌精矿市场始终保持供应宽裕、如期增长的态势。虽然国内锌精矿产量累计并未实现同比正增长, 但是境外几个大的精矿项目陆续达产, 从而使得锌精矿市场保持宽裕。

图表 9 国内矿增产不及预期



资料来源: Wind, 金瑞期货

图表 10 境外矿达产迅速



资料来源: Wind, 金瑞期货

由于需要在锌价跌至此时, 重新对远期的锌精矿进行评估, 判断目前的下跌是否出清了远期的供应过剩。根据已有的公司公告和新闻整理, 我们发现通过二季度锌矿价格的下跌, 远期的锌精矿增量项目确实出现一定修正:

表格 1 远期锌矿增量调整 (万吨)

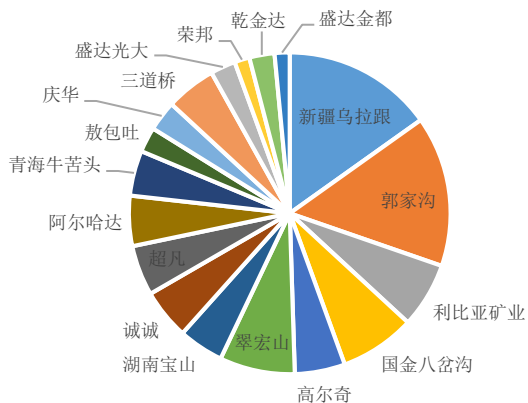
	2019-前	2019-后	2020-前	2020-后
境外	+66	+34	+57	+70
中国	+16	+16	+15	+15
总计	+82	+50	+72	+85

资料来源: 上市公司及公开资料整理、金瑞期货

国内方面, 增量比重相对较小, 项目投放较为稳定平缓。除了新投的项目之外, 国内现有部分矿山面临品位下降, 开采难度增加的问题, 因而不排除随后需要继续下调国内矿

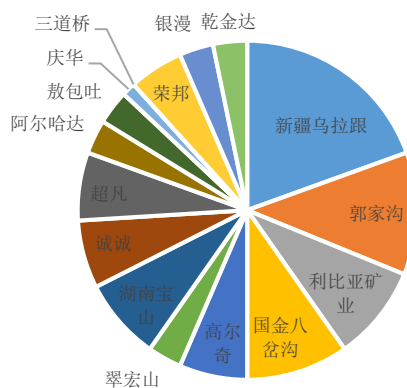
产量的可能。

图表 11 2019 年境内矿增量项目



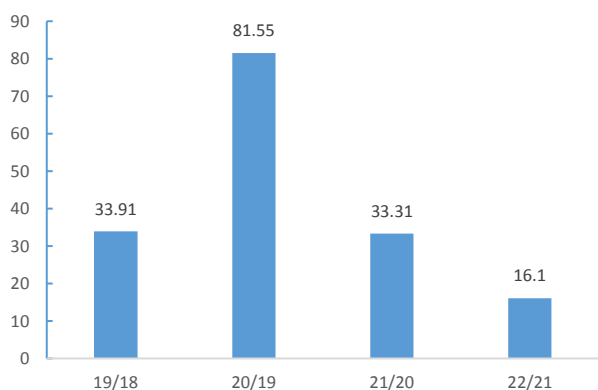
资料来源：金瑞期货

图表 12 2020 年境内矿增量项目



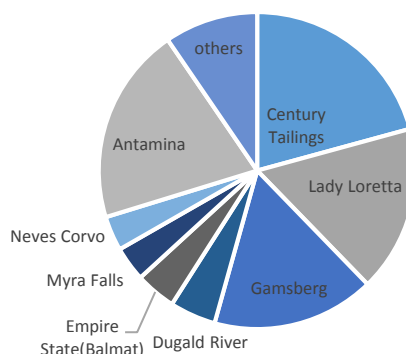
资料来源：金瑞期货

图表 13 远期境外矿可能的增量 (千吨)



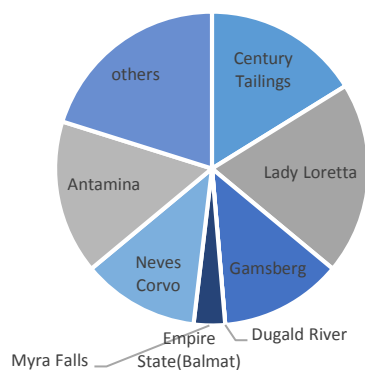
资料来源：金瑞期货

图表 14 2019 境外增量主要构成



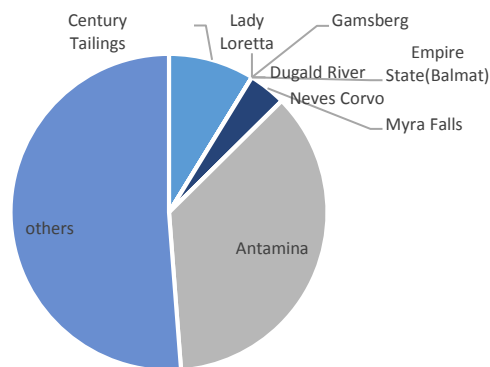
资料来源：金瑞期货

图表 15 2020 境外增量主要构成



资料来源：金瑞期货

图表 16 2021 境外增量主要构成



资料来源：金瑞期货

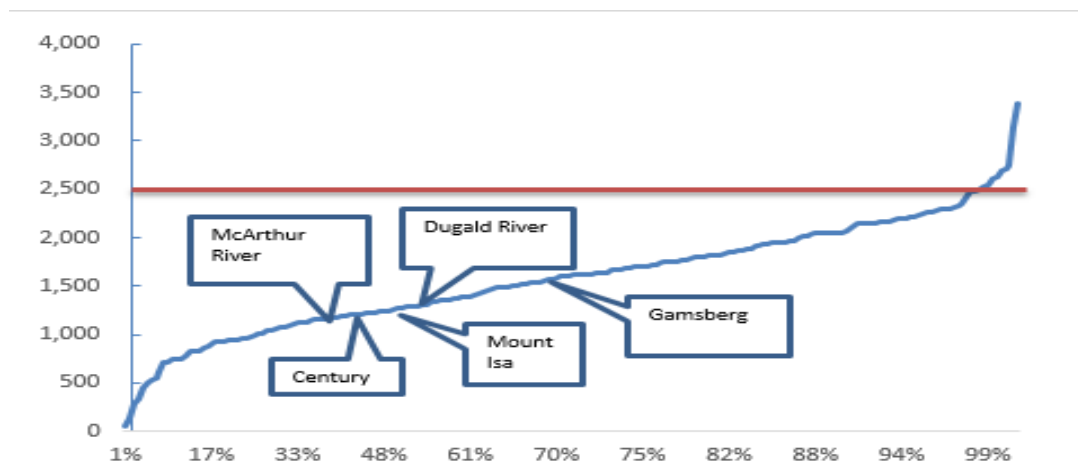
境外方面：通过对上市公司及公开资料整理，我们发现，低于此前报告预估增量的项

目主要有：Goldcorp 的 Penasquito，由于二季度初当地卡车司机和工会罢工从而影响产量兑现。Nyrstar 的 Myra Falls 采矿期也推迟一个季度的时间到三季度，导致全年增量压缩。此外，Middle Tennessee 产量也低于预估。通过对项目的兑现对比，2019 年境外矿增量由此前的增 66 万吨下调至增 34 万吨。在此，值得一提的是，虽然修正后 2020 年年度增量较此前要高，但并不意味着 2020 年产量上调，而是由于 2019 年预估产量下调，因而根据企业排产进度，将增量后延，从而使得 2020 年增量相对年初预估的要增加，但实际产量是低于年初预期的。

即便作出相应的下调增量预估，在消费平缓的增速下，锌精矿仍旧是处于过剩的格局中。那么，需要纵观远期精矿增量的主要贡献项目，并且量定其的成本。

通过对未来三年境外锌矿增量的细数，我们发现远期的锌精矿增量主要来自于 2019 年新投项目的达产并逐年释放增量，其中以 Century Tailings、Lady Loretta、Gamsberg、Dugald River 以及 Antamina 等市场熟知的项目为主，叠加一揽子万吨级别增量的小幅变化。

图表 17 全球锌精矿成本曲线



资料来源：上市公司公开资料整理，金瑞期货

量定相对消费增速下的供应量所需的锌价，需要对锌精矿项目的成本进行探究，以求得到供应过剩边际量的成本。从全球锌精矿成本曲线看，2500 美元/吨所对应 4% 的供应；而 2200 美元/吨则对应 4% 的供应，2000 美元/吨则对应了 10% 的供应量。此外，如果单独看未来几年即将投产的主要贡献项目，其成本将低至 1500 美元/吨及以下。因而，在锌价下挫的过程中，需要更加关注以上大型项目以外的矿山增量，而这些大型项目在跌价过程中相对安全。

表格 2 远期锌精矿对锌消费的资源过剩情况

单位：万吨	2018	2019E	2020E	2021E
境外矿产量	823	857	927	944
境内矿产量	398	414	429	439
全球锌锭消费	1391	1398	1405	1420
锌矿-锌消费过剩%	/	2%	8%	9%

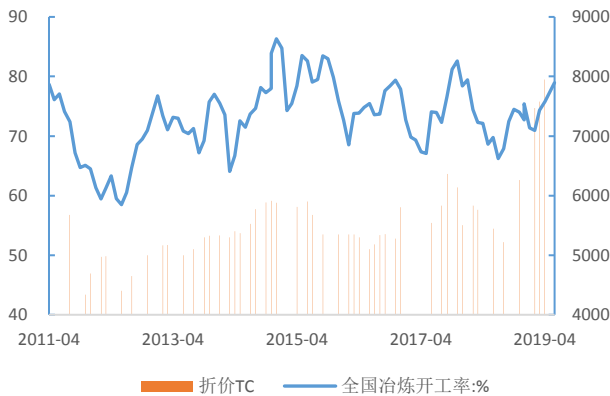
资料来源：金瑞期货

2.3 冶炼已经不存在瓶颈问题

2.3.1 国内冶炼产出超预期

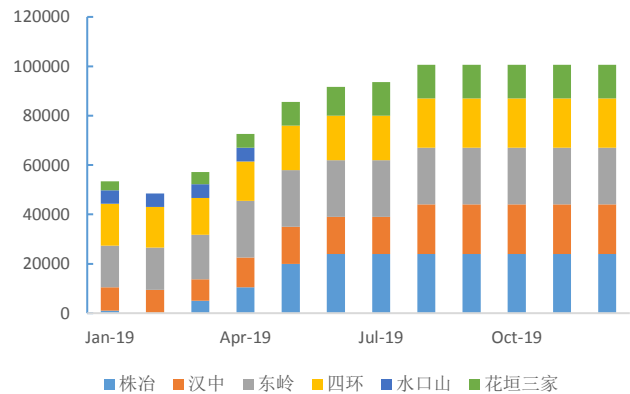
从原料端让渡的丰厚利润，令冶炼环节，尤其是国内冶炼企业保持高昂的生产意愿：株冶、汉中先于预期达产/提产，部分正常生产的企业也纷纷满产/超产；从而使得国内产量在二季度初就接近了冶炼峰值，并通过延缓检修的方式，令国内锌锭产出一直保持在峰值的高产出水平。

图表 18 冶炼利润保持丰厚



资料来源：SMM, 金瑞期货

图表 19 2019 年国内冶炼达产节奏



资料来源：金瑞期货

备受市场关注的新株冶，在 4 月末第一条线达到满产，并于 7 月份第二条线达到满产；而八一汉中的在 4 月起小幅提产，随后将在 9 月份进一步产量爬坡并于年底达到满产。花垣县三家企业则在二季度开始全面提产，进而达到正常稳定的产出。

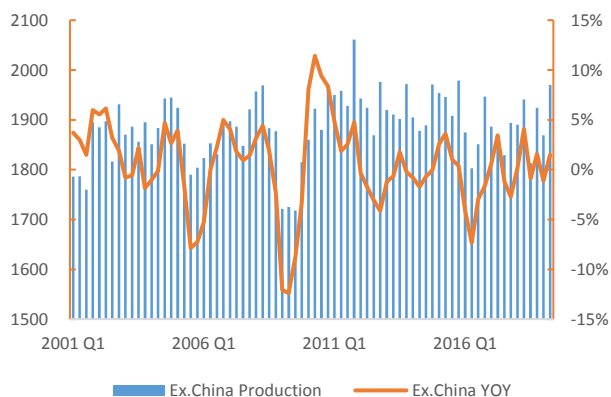
其次，东岭通过技改从而提高产能，并于 6 月实现增产。停产数年之久的金山铜钴也于二季度重启，6 月开始实际产出。初次之外，一些正常开工的冶炼厂在丰厚利润的刺激下纷纷实现小幅超产或缩短检修周期。

鉴于此，市场对境内冶炼增量不断上调，通过对企业检修的细数，我们估计 2019 年冶炼增产 34 万吨，按照目前的冶炼达产速度与产量，在现有消费水平下，冶炼不存在瓶颈。同时，锌锭这个环节也结束短缺转为过剩，锌市场为期 4 年的短缺结构终将结束。

2.3.2 境外冶炼增量严重弱于预期

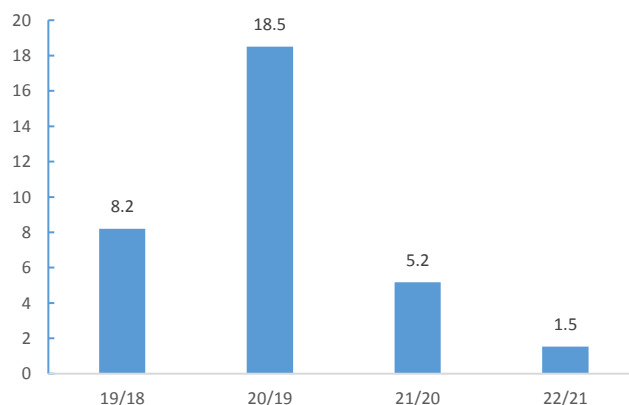
今年境外冶炼产能频繁受阻，今年顺利达产的仅有 Torreon，另外 Vedanta 的 HZL 在今年 4 月才开始重启复产，进度较预估要慢了一个季度。此外，Mooreboro 冶炼厂原计划于今年 Q2 重启，但由于当地火灾而推迟了重启进度。从今年的实际冶炼增量看，预计境外 2019 年能够实现 8 万余吨的同比增量。值得一提的是，虽然今年境外冶炼增量小，但是，2020 年境外产能还是有进一步提升的空间的。基于目前的企业公告，我们预计 2020 年境外冶炼实现增量 18.5 万吨，其中主要的增量来自于在产企业的增产，或停产数年的企业重启产能。站在现下看未来，就目前已有的冶炼计划，更远期（2020 年以后）的新增的项目较少，目前在建未来投产的项目也鲜有见到。

图表 20 上半年境外锌锭增量稀少



资料来源: Wind, 金瑞期货

图表 21 未来几年境外冶炼增量



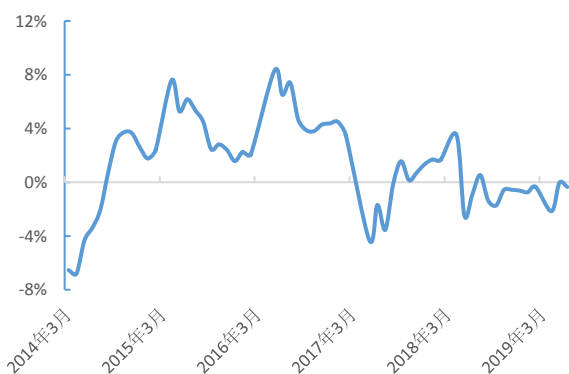
资料来源: 金瑞期货

三、始终无波澜的消费

3.1 初级消费

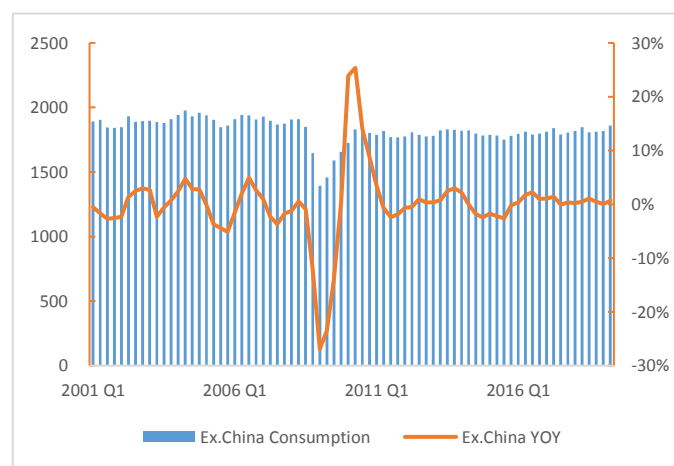
市场原对 2019 年消费旺季时的深度去库存逻辑所带来的交易机会抱有较大希望，然而一方面是在冶炼在高利润刺激下超预期的达产，另一方面，则是今年消费增速始终较为平淡。

图表 22 境内消费累积增速



资料来源: SMM, 金瑞期货

图表 23 近年来境外锌消费同样平淡无奇



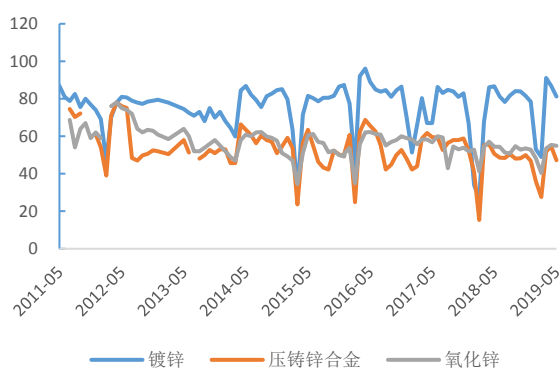
资料来源: 金瑞期货

虽然今年上半年全球冶炼产出都尚在爬坡中，但同样疲弱的消费未能消化更多的现有库存，从而使得半年过去，全球库存降幅大大弱于预期。备受市场给予希望的国内市场尤为如此：进入二季度后消费回归节奏缓慢，直至 4 月中旬才开始体现出旺季的特征，但在 5 月下旬就开始逐步走弱，6 月中旬以后便是完全不再有旺季的感觉。从消费分类看，今年压铸合金行业尤为疲弱，合金行业消费终端多集中于房地产后期、汽车、居民消费（如灯具、玩具、拉链等），出口占比也较高，中美贸易摩擦令企业出口订单严峻削弱，加上

部分轻工业搬迁去东南亚，也令合金行业消费出现显著下降。

镀锌领域在横向比较中略好于其他行业，但是从其自身得加工利润试算可发现，企业利润明显低于去年水平，成品库存也高于去年同期。可见，订单疲弱的问题贯穿于各个初级加工。一方面是企业开工率表现一般；另一方面，在锌价不断下挫得二季度，初级消费企业却一再减少手中原料（锌锭）库存，侧面佐证企业对未来锌价信心不足、对未来订单不抱乐观预期。

图表 24 国内初级消费过早结束旺季



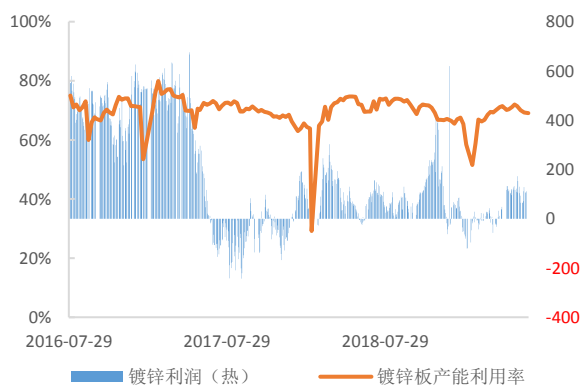
资料来源：SMM，金瑞期货

图表 25 各初级加工企业中锌锭库存



资料来源：金瑞期货

图表 26 镀锌利润试算与开工率



资料来源：SMM，金瑞期货

图表 27 镀锌企业成品库存高于去年同期



资料来源：金瑞期货

无论是从表观消费（去库存的速度），还是初级消费的开工情况，都可见今年锌消费增速并不理想，基本在同比持平附近。

表格 3 2019 年分季度锌锭市场平衡

2019	Q1	Q2	Q3	Q4	总计
境外锌锭产量	188	192	195	197	772
境外锌锭消费	183	183	182	181	729
‘—境外平衡	5	9	13	16	43
境内锌锭产量	152	157	161	163	633

境内锌锭消费	146	178	166	179	669
—境内进口前平衡	6	(21)	(5)	(16)	(36)
全球锌锭平衡	11	(12)	8	0	7

资料来源：金瑞期货

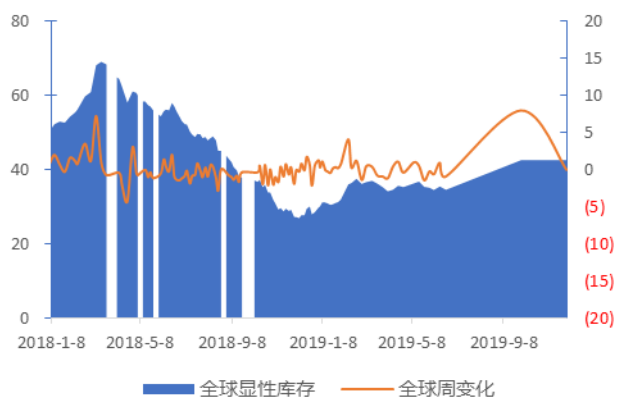
四、持续扰动的有限库存问题

4.1 对市场多空双方博弈的思考

虽然目前锌价及锌价所带来的利润，无法有效地令过剩的供应出清。但是，按照目前消费水平与供应量匹配，我们发现下半年全球将会积累 8 万吨库存，其中三季度积累库存、四季度在平衡附近，位数不多的增量意味着对有限库存量博弈的过剩将持续扰动下半年的市场。

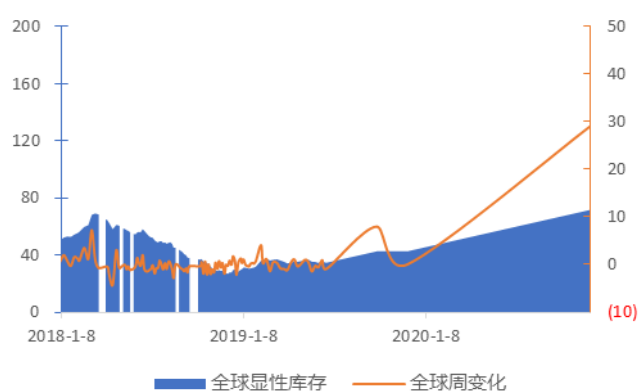
拆分境内境外，我们发现四季度中国消费进入消费旺季后，仍旧会出现较大程度的短缺。不同于二季度的供需背景：二季度国内冶炼开工率尚在爬坡之中，具有较高的提升空间与弹性，叠加二季度进口窗口打开前，不少非利润的报关进口，从而使得国内缺口未能转换为实际的进口机会。四季度时，国内冶炼已停留在产出高峰，继续上提的空间有限；唯一变量是保税库存的继续非利润性报关，假若三季度报关进口暂停，那么四季度或有可能出现比值打开的情景。

图表 28 未来半年全球锌显性库存变化



资料来源：SMM，金瑞期货

图表 29 远期全球锌库存变化展望



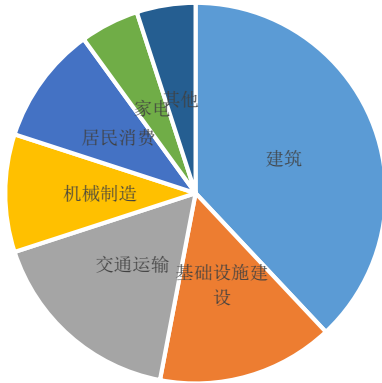
资料来源：金瑞期货

展望更远期的市场结构，我们发现，在现有消费增速水平下，2020 年锌市场才会开启大量积累库存的时期，即有限库存问题才不足以扰动市场。站在市场优先博弈未来的角度看，现有库存持有方或更早于市场感知而提前对库存和头寸进行处理。

3.2 终端消费梳理

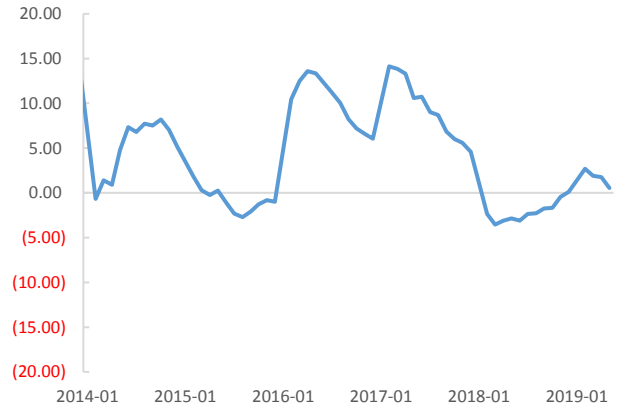
锌运用于各个终端，既有工业用途，也有居民消费。从大板块看，建筑、基建及交通运输占据主要比例。

图表 30 终端锌消费占比



资料来源：SMM, 金瑞期货

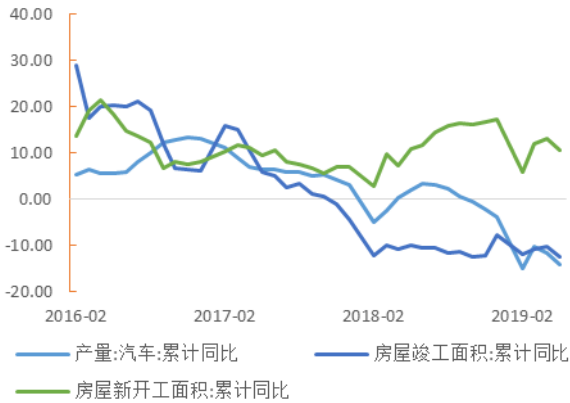
图表 31 各终端增速拟合锌消费增速



资料来源：金瑞期货

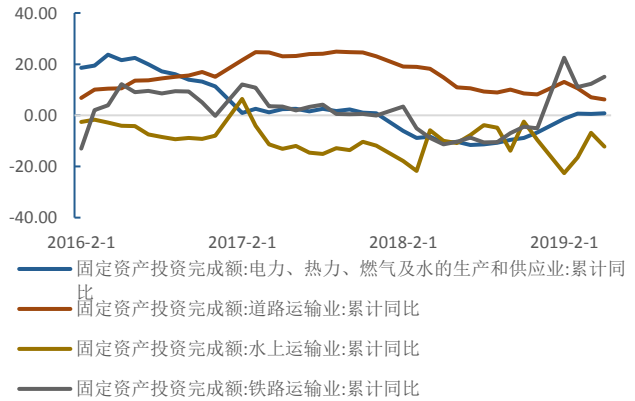
通过各终端在锌消费当中比重, 折算拟合后得到的锌终端消费增速也同样趋于同比持平附近, 与表观消费增速基本吻合, 可见这是自下而上的消费驱动不足。从分项看, 今年拖累增速的终端有: 汽车、房屋竣工; 而基建方面诸如铁路运输和电力投资等方面相对支撑了消费的增速。

图表 32 未来半年全球锌显性库存变化



资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 33 基建类消费横向相对良好



资料来源：Wind, 金瑞期货

近期, 市场对基建专项债对基建项目的拉动多持积极的预期, 职能部门对基建项目的批复速度也有所加快。从项目类别拆分看, 多以轨道交通、铁路等公共交通运输领域占多数, 以极端情景下假设, 假设上半年批复的项目资金在年内落地实际项目, 假设提振基建类交通运输增速 10 个百分点, 按照锌消费占比折算, 或将提振锌消费 1 个百分点。虽然仅有 1 个百分点, 但是, 在目前锌市场处于平衡附近且现有库存较低的现状下, 任何边际改善量也都将改变市场博弈的节奏和中期的锌价。

表格 4 远期锌市场平衡情况

单位: 万吨	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
境外矿产量	741	785	823	857	927	944
境内矿产量	407	403	398	414	429	439
-境外锌锭产量	747	744	764	772	791	796
-境内锌锭产量	620	615	599	633	643	653
+境内外再生锌调整量	(135)	(135)	(150)	(155)	(155)	(155)
锌精矿平衡	(84)	(36)	8	21	77	89
全球锌锭消费	1383	1396	1391	1398	1405	1420
精炼锌锭平衡	(16)	(37)	(28)	7	29	29

资料来源: 金瑞期货

4.2 策略建议

鉴于以上对供需的分析, 我们发现主导锌价趋势的逻辑延续而又清晰: 由于现有锌价(锌矿价格)前提下, 锌矿-锌消费资源过剩的局面仍未能打破, 需要锌价进一步下跌进而挤出过剩产能, 通过对全球锌矿的成本曲线进行分析, 我们预计中期锌价或将跌至 2200 美元/吨附近。在锌价下跌过程中, 供应端(锌矿与冶炼)重新分配利润, 从而抑制冶炼产出的增量。

根据目前的冶炼排产计划, 锌锭市场下半年处于略有过剩的状态, 由于过剩量级小, 因而短期和中期时间内, 有限的锌锭库存都有可能成为扰动市场(更多体现为现货与升水), 因而警惕未来每个合约进入当月后的基差剧烈波动。建议投机空头避免进入当月, 保值空头避免超卖。

由于四季度, 国内仍会出现深度短缺, 需要依赖进口才能实现, 因而可以考虑在进口出现深度亏损时建立跨市反套策略。

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900